

2020年11月

目次：

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 債券
- #4 通貨
- #5 オルタナティブ投資

# Market outlook

## #1 市場とマクロ経済

### 大きな不透明感の中で、状況改善に向けた期待

「最終的な評価を下すには時期尚早です。投資家が米国の新政権の優先事項について知ようになるのは、2021年中ごろまでかかるかもしれません」、米国大統領選直後にDWSのチーフ・インベストメント・オフィサー、ステファン・クロイツカンフはこのように発言しました。しかし、このような不透明感はまだ問題視されていないようです。米国大統領選にまつわる様々な喧伝にもかかわらず、経済や資本市場の今後の進展により

大きな影響を与えるトピックは他にも多数存在しているのです。さまざまなことが米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策と、コロナ禍の今後の進展に左右されます。ただし、新型コロナ流行の第2波がもたらす影響は第1波の時よりは小さいものにとどまるでしょう。様々な制限は、少なくとも当面はこの春ほど厳しくなく、企業の多くも対処方法を既に学んできました。

### 新型コロナの第2波：今回は何が違うのか

#### 経済成長はポジティブ・サプライズ



- 世界全体で第3四半期には経済が大幅に回復。ドイツの国内総生産（GDP）は第2四半期に9%落ち込んだ後、第3四半期に8.9%増加。年初来、ドイツ経済は合計で4%の落ち込み。
- 感染封じ込めに向けた制限により第4四半期の成長は鈍化する見込みだが、第2四半期ほどの鈍化ペースにはならないだろう。DWSでは2020年の世界経済が3.8%縮小すると予測。

#### ロックダウンにより本当に深刻な影響を受けるのは経済のごく一部のみ



- 新たなロックダウンはこの春のロックダウンよりも絞り込まれたもので、はるかに分かりやすい。
- ホテル、レストラン、文化関連を合わせても総付加価値の4.4%でしかなく、ユーロ圏において現在このセグメントに集中的な負荷がかかっている。

#### 新型コロナウイルスの制圧には程遠いが、よりコントロールできるようになってきていると考えられる



- ワクチン開発や幅広い接種にはかなり時間がかかるだろう。
- しかし、遅くとも来年夏には感染者数は大幅に落ち着き、ウイルスとの闘いに関連した制限はより受け入れやすいものとなるだろう。

#### 経済大国としての中国



- 中国の経済回復は軌道に乗っており、第3四半期には4.9%成長となるだろう。2020年については、DWSでは経済成長を2%と予測している。
- ドイツのような貿易依存型の国ではこのような素早い回復からの恩恵を受けるだろう。ドイツ自動車メーカーの第3四半期の業績が比較的好調であったことから既にこの点が示されている。

## #2 株式

### 企業業績が希望を生む

株式市場のセンチメントはどうでしょうか？10月末にはまだ答えはたった1つのものでした。つまり「悪い」という答えです。新型コロナウイルス感染拡大の再燃や、差し迫った米国大統領選などの様々な不確実要素を受けて、株価は大幅に下落しました。その後は？米国の政治状況が依然として不透明であり、新型コロナウイルス感染者数が過去最大を記録しているにも関わらず、

11月初めに市場は急激に上昇に転じました。民主党の圧倒的な勝利にはならなかったことや、FRBからの追加支援の観測などが理由であると言えるでしょう。中期的な展開は企業収益に大きく左右されます。第3四半期には企業収益にポジティブ・サプライズがありましたが、今後の見通しは玉石混交です。

### 米国株式

上昇余地は限定的



- 第3四半期の企業収益は確実に向上したが、この向上のトレンドは新型コロナ対策によって第4四半期には足踏みすると予測される。
- 借入を見ると、今すぐ必要とされている財政支援策は2021年までは実施されないという点を念頭におく必要がある。
- 米国株式は依然としてバリュエーションが高い。今後12カ月の株価上昇余地は限定的。

### ドイツ株式

感染拡大のコントロールが不可欠



- ドイツ経済は第3四半期に記録的なスピードで回復した。しかしこのスピードは今年最後の3カ月間は続かないだろう。
- 企業収益が予測を上回ったセクターもある。輸出主導の企業は中国の迅速な経済回復により恩恵を受けている。
- 株価上昇余地は主に今後の新型コロナ流行の方向性に左右される。

### ユーロ圏株式

中小企業に最も高い投資機会



- 米国の株式市場とは異なり、ユーロ圏の株式市場はこの春の下落分をいまだに取り戻していない。
- 2021年の企業収益は依然として不透明。2021年に大幅な上昇基調が示されれば、株価上昇の余地がある。
- DWSの投資ストラテジストは、平均を上回る投資機会が中小企業に存在すると見込んでいる。大企業と比較するとバリュエーションが非常に有利だと考えられるため。

### 新興国株式

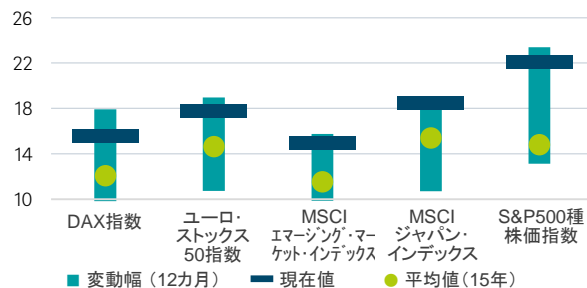
回復の可能性と大きなリスクが混在



- 新興国市場もコロナ禍以前の水準に戻るにはしばらく時間がかかるだろう。そのような中、特に中国などアジアの一部の国は好調さが目立つ。
- 経済状況が改善すれば、2021年には輸出と消費の増加によって景気敏感株は恩恵を受けるだろう。
- 新型コロナ、米中間の貿易摩擦、政情不安が引き続きリスク要因となる。

### リスクプレミアムは低く、バリュエーションは高い

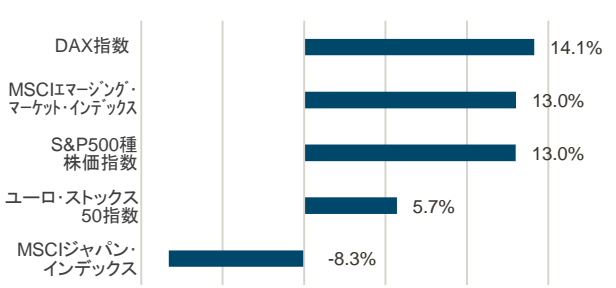
向こう12カ月間の予想収益に基づく株価収益率（PER）



出所：DWSインベストメントGmbH、2020年11月18日時点

### 収益の伸び：改善に対する期待

今後12カ月の1株あたり予想収益成長



出所：リフィニティブ、2020年11月5日時点

データや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

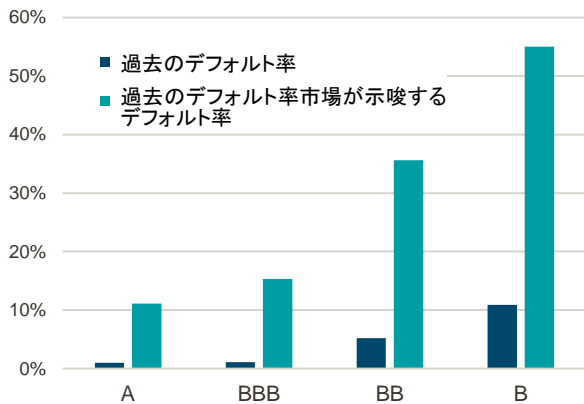
出所：DWSインベストメントGmbH、2020年11月9日時点

### #3 債券

## ハイ・イールド社債および新興国債券に注目

中央銀行は当面の間、緩和的な政策を引き続き追求するでしょう。DWSでは12月に欧州中央銀行(ECB)が資産購入プログラムを再度拡大すると予測しています。ジェローム・パウエルFRB議長も11月5日に開催された直近のFOMC会合において、追加的な緩和策を取る可能性について示唆しました。その結果、国債の利回り期待は依然として無きに等しいものになっています。これは欧州についても米国についても当てはまります。利回りの高い社債および新興国債券により大きな余地があるようです。DWSでは新興国のソブリン債に価格上昇余地があると見ています。その理由は、市場が現在見込んでいるよりもデフォルト率が低くなるためです。

**見込まれているよりもデフォルトリスクはおそらく低いだろう**  
新興国ソブリン債の格付けごとの過去のデフォルト率と市場価格に反映されたデフォルト率



出所: DWSインベストメント GmbH, 2020年11月時点

#### 米国国債 (10年物)

利回りが1%以下になると予測



- 巨大な財政支援策に対する期待から利回りが上昇したが、当面の間、足踏みしそう。
- DWSでは米国国債(10年物)の利回りが1%以下になると予測。

#### ドイツ国債 (10年物)

わずかな利回り上昇しか視野に入らない



- ドイツ国債(10年物)の利回りは最近再び下落した。
- DWSでは今後12カ月で利回りがマイナス0.5%に上昇すると予測。

#### 新興国ソブリン債

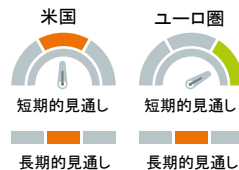
リスクリワード・プロファイルが有望



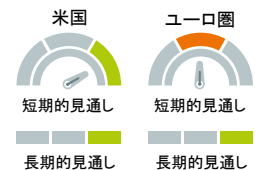
- 穏やかな成長と潤沢な流動性が好ましい状況を作り出している。
- 潜在的なスプレッドの縮小により価格上昇への道が拓ける可能性がある。

#### 社債

##### 投資適格



##### ハイ・イールド



### #4 通貨

#### ユーロ/米ドル

米ドルが若干上昇する見通し



- ユーロ/米ドルの為替レートには依然として若干のボラティリティがあるだろう。
- DWSでは、全体として見れば米ドルが若干強含むトレンドとなり、今後12カ月間でユーロ/米ドルのペアは1ユーロ=1.15米ドルになると予測している。

### #5 オルタナティブ投資

#### 金

引き続き価格上昇の可能性も



- 金のパフォーマンスはコモディティの中でも最も好調なもの1つ。
- 経済の先行きが依然不透明であり、超低金利環境も相まって、金に対する需要が押し上げられるだろう。
- DWSでは一時的な調整がいつでも起きる可能性があるものの、引き続き価格上昇の機会があると見ている。

データや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

出所: DWSインベストメント GmbH, 2020年11月9日時点

## 凡例

### 短期および長期見通し

指標は、DWSが当該資産クラスに関して上昇、横ばい、または下落の見通しを示しています。

短期的見通しは1～3カ月、長期的見通しは2021年9月までの収益可能性を示しています。

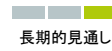
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2020年11月9日時点



短期的見通し

収益がプラスになる可能性



長期的見通し



短期的見通し

収益機会と損失リスクはいずれも限定的



長期的見通し



短期的見通し

収益がマイナスになる可能性



長期的見通し

## ご留意事項

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。

当資料は、信頼できる情報をもとにDWSインベストメントGmbHが作成し2020年11月19日に発行したものをドイツ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイツ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。

当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。

当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として記載したものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。

当資料に関する著作権はすべてドイツ・アセット・マネジメント株式会社に属しますので、当社に無断で資料の複製、転用等を行うことはできません。直接または間接を問わず、当資料を米国内で配布すること、および米国市民または米国に居住する人のアカウントへ送信することは禁止されています。

DWSとは、DWSグループGmbH & Co. KGaA およびその子会社・関連会社の世界共通ブランドであり、DWSグループ会社の総称です。DWSの商品やサービスは、契約書、合意書、提案資料または該当商品やサービスの関連書類に明記された法人よりお客様へ提供されます。

## ドイツ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第359号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ドイツ・アセット・マネジメント株式会社は、DWSグループの日本における拠点であり、投資信託ビジネス・機関投資家向け運用ソリューションの提供における長年の経験、ノウハウおよび実績を有します。グローバルな運用体制と独自の洞察力を駆使した質の高いサービスをご提供するとともに、日本市場の資産運用ニーズに的確にお応えすることを目指します。